

**2015 年 04 月 23 日**
**群益香港研究部**
**hk\_research@e-capital.com.hk**
**目標價(元) RMB 25.00**
**公司基本資訊**

|                 |                         |
|-----------------|-------------------------|
| 產業別             | 建築裝飾                    |
| A 股價(2015/4/22) | 20.38                   |
| 深證成指(2015/4/22) | 14749.13                |
| 股價 12 個月高/低     | 37.62/8.32              |
| 總發行股數(百萬)       | 669.84                  |
| A 股數(百萬)        | 562.40                  |
| A 市值(億元)        | 130.02                  |
| 主要股東            | 上海延華高科技有限公司<br>(19.56%) |
| 每股淨值(元)         | 1.10                    |
| 股價/賬面淨值         | 17.67                   |
| 一個月 三個月 一年      |                         |
| 股價漲跌(%)         | 18.1 129.1 261.1        |

**近期評等**

| 出刊日期       | 前日收盤 | 評等 |
|------------|------|----|
| 2015-02-11 | 9.99 | 買入 |

**產品組合**

|      |       |
|------|-------|
| 智能建築 | 69.9% |
| 智慧節能 | 10.1% |
| 智慧醫療 | 9.4%  |

**機構投資者占流通 A 股比例**

|      |       |
|------|-------|
| 基金   | 7.4%  |
| 一般法人 | 32.0% |

**股價相對大盤走勢**

**年度截止 12 月 31 日**

|                |         | 2012     | 2013    | 2014    | 2015F  | 2016F  |
|----------------|---------|----------|---------|---------|--------|--------|
| 純利(Net profit) | RMB 百萬元 | 18       | 38      | 58      | 107    | 168    |
| 同比增減           | %       | -286.91% | 114.24% | 53.91%  | 84.01% | 57.35% |
| 每股盈餘(EPS)      | RMB 元   | 0.131    | 0.219   | 0.156   | 0.159  | 0.250  |
| 同比增減           | %       | -286.91% | 67.23%  | -28.79% | 2.23%  | 57.35% |
| A 股市盈率(P/E)    | X       | 148.54   | 88.82   | 124.73  | 122.01 | 77.54  |
| 股利(DPS)        | RMB 元   | 0.050    | 0.060   | 0.060   | 0.080  | 0.080  |
| 股息率(Yield)     | %       | 0.26%    | 0.31%   | 0.31%   | 0.41%  | 0.41%  |

**延華智能 (002178.SZ)**
**買入 Buy**
**緊扣“互聯網+”，渠道與產業鏈并舉**
**結論與建議：**

延華 Q1 淨利潤增 22.1%，渠道擴張和股票激勵成本導致主營利潤下滑，所幸政府補助增加彌補了缺口。公司目前以主流的 PPP 模式與新疆、吉林、湖北等地政府合作，未來西北、東北和華中市場的增長值得期待。

預計公司 2015、16 年 EPS 為 0.159 元（攤薄後）和 0.250 元，YoY 分別增長 84.01% 和 57.35%，目前 15、16 年 P/E 為 122 倍和 77 倍，給予買入建議，目標價 24 元（15 年 150x）。

- **Q1 淨利增長 22%：延華智慧 15 年 Q1 完成營收 1.93 億元，YoY+16.23%，毛利率 20.04%，YoY 提高 0.2 個 pct，實現淨利潤 757 萬元，YoY+22.11%，EPS 為 0.020 元。期內確認管理費用 0.3 億元，YoY+39.8%，公司計提限制性股票激勵成本；另業外收入確認 360 萬元，YoY+1571%，為政府補助增加。**
- **上半年預增 0%-30%，保持增長的節奏：公司繼續秉承“諮詢引領、智慧基石、節能推進、醫療先行”的戰略方針，加大對智慧醫療、智慧節能等業務的投入力度，預計 Q2 建設與運營項目的數量和品質進一步提高，加之成本控制良好，上半年歸母淨利潤預計達到 0.3~0.38 億元。**
- **渠道、產業鏈繼續積極擴張：15 年以來，延華智慧擴張繼續，分別與新疆石河子、生產兵團、吉林長春市和湖北荊州市合資成立了智慧科技/智慧城市公司，推進當地城市智慧化、資訊化建設與運營；另外，收購成電醫星、增資世紀天源環保技術公司，增強了自身在智慧醫療和智慧節能環保領域的實力。**
- **PPP 模式興起，布局互聯醫療、智慧節能：從公司近期的擴張情況看，PPP 模式成為主要的發展方向，政企雙方全程參與的模式在專案承攬、風險控制、資訊對稱以及盈利方面都較原先的 BOT 模式更為優化。而 PPP 項目主要投向的公共事業項目也與延華重點加碼的互聯網醫療、智慧節能環保等領域一致，未來成長可期。**
- **盈利預測：預計公司 2015、16 年營業收入分別為 11.66 億元和 14.56 億元，YoY 分別增長 41.44% 和 24.93%，實現淨利潤分別為 1.07 億元和 1.68 億元，YoY 分別增長 84.01% 和 57.35%，攤薄後 EPS 為 0.159 元和 0.250 元。目前 15、16 年 P/E 為 122 倍和 77 倍。公司主題緊扣“互聯網+”與“智慧城市”，在移動互聯醫療、節能環保領域加大投入，給予買入建議，目標價 24 元（15 年 150x）。**

..... 接續下頁 .....

預期報酬(Expected Return ; ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER  $\geq$  30%)；買入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

#### 附一：合併損益表

| 百萬元           | 2012 | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 營業收入          | 602  | 776  | 824  | 1166  | 1456  |
| 經營成本          | 488  | 637  | 636  | 866   | 1061  |
| 營業稅金及附加       | 14   | 15   | 16   | 23    | 29    |
| 銷售費用          | 13   | 18   | 10   | 13    | 17    |
| 管理費用          | 52   | 72   | 93   | 140   | 149   |
| 財務費用          | 13   | 13   | 0    | -3    | -1    |
| 資產減值損失        | 2    | -12  | 4    | 5     | 5     |
| 投資收益          | 6    | 4    | 3    | 1     | 3     |
| 營業利潤          | 27   | 37   | 67   | 123   | 200   |
| 營業外收入         | 1    | 13   | 4    | 10    | 10    |
| 營業外支出         | 0    | 0    | 1    | 1     | 1     |
| 利潤總額          | 28   | 50   | 70   | 132   | 209   |
| 所得稅           | 8    | 5    | 8    | 18    | 30    |
| 少數股東損益        | 3    | 7    | 4    | 7     | 11    |
| 歸屬於母公司所有者的淨利潤 | 18   | 38   | 58   | 107   | 168   |

#### 附二：合併資產負債表

| 百萬元       | 2012 | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F |
|-----------|------|------|------|-------|-------|
| 貨幣資金      | 198  | 335  | 288  | 394   | 440   |
| 應收帳款      | 138  | 113  | 151  | 212   | 265   |
| 存貨        | 222  | 345  | 378  | 404   | 428   |
| 流動資產合計    | 610  | 984  | 1098 | 1290  | 1484  |
| 長期投資淨額    | 65   | 65   | 88   | 97    | 100   |
| 固定資產合計    | 133  | 129  | 130  | 149   | 154   |
| 商譽        | 5    | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 遞延所得稅資產   | 5    | 4    | 7    | 5     | 6     |
| 資產總計      | 831  | 1198 | 1358 | 1614  | 1807  |
| 流動負債合計    | 446  | 501  | 555  | 644   | 708   |
| 長期負債合計    | 17   | 4    | 5    | 12    | 7     |
| 負債合計      | 462  | 505  | 560  | 656   | 715   |
| 少數股東權益    | 51   | 27   | 40   | 28    | 29    |
| 股東權益合計    | 369  | 693  | 798  | 958   | 1092  |
| 負債和股東權益總計 | 831  | 1198 | 1358 | 1614  | 1807  |

#### 附三：合併現金流量表

| 百萬元           | 2012 | 2013 | 2014 | 2015F | 2016F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 經營活動產生的現金流量淨額 | 54   | 17   | 80   | 120   | 149   |
| 投資活動產生的現金流量淨額 | -30  | -182 | 115  | 35    | -109  |
| 籌資活動產生的現金流量淨額 | -28  | 304  | 8    | 106   | 5     |
| 現金及現金等價物淨增加額  | -4   | 139  | 203  | 261   | 46    |

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群證益券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。

